

## EL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS EN 2020

### The Financial Derivatives Market in 2020

Dra. Elda Molina Díaz

<https://orcid.org/0000-0003-4064-5981>

Centro de Investigaciones de Economía Internacional

[molina@ciei.uh.cu](mailto:molina@ciei.uh.cu)

.....  
Recibido: Febrero 2021

Aceptado: Marzo 2021  
.....

#### Resumen

El año 2020 estuvo marcado por una profunda crisis económica y grandes desequilibrios en los principales mercados, provocados fundamentalmente por la pandemia de la Covid-19. Sus efectos se hicieron sentir también en el mercado de derivados financieros, tanto en los volúmenes negociados, sobre todo en los primeros meses del año, como en su funcionamiento. En el artículo se muestra de manera resumida el comportamiento de este mercado en la primera mitad de 2020 y las perspectivas a corto plazo.

**Palabras clave:** mercados financieros, derivados financieros, Covid-19, inestabilidad financiera.

#### Abstract

Year 2020 was marked by a deep economic crisis and significant imbalances at main markets, mainly caused by the Covid-19 pandemic. They had an impact on the financial derivatives markets, both in the volumes traded, mostly in the first months of the year, and their operations. This article summarizes the market's performance in the first half of 2020 and its short term prospects.

**Keywords:** financial markets, financial derivatives, Covid-19, financial instability.

## Introducción

El mercado de derivados recuperó su tendencia al crecimiento a mediados de la década de 2010, después del fuerte impacto de la crisis financiera de 2007-2008. Para 2019 se había afianzado esa tendencia como reflejo de la situación de los mercados de sus subyacentes y de la recuperación de la confianza de los inversionistas. Fue un período en que la economía global, si bien no creció a ritmos elevados, lo hizo de manera bastante estable, por lo que parecía que se estaba iniciando una etapa de crecimiento moderado a mediano plazo.

Sin embargo, a fines de ese año cambió esa realidad. La irrupción de la Covid-19 revolucionó la vida en todo el mundo y todas las esferas de la sociedad, con efectos económicos y financieros catastróficos. La caída de la producción, las quiebras empresariales, la contracción del comercio mundial tuvo su contrapartida en el sector de las finanzas, los mercados de valores y los mercados de derivados.

El presente artículo se propone mostrar la evolución del mercado de derivados durante el 2020, enfatizando en cuánto de ese comportamiento se debió a los efectos de la enfermedad.

## El mercado de derivados en 2020

El mercado de derivados recuperó su tendencia al crecimiento sostenido a partir de 2015, después de ocho años de gran inestabilidad debida en lo fundamental a los efectos de la crisis financiera de 2007-2008. En 2019 creció de manera considerable, sobre todo el mercado extrabursátil (OTC según sus siglas en inglés)<sup>1</sup>, que fue además más diversificado que nunca.

En ello tuvo especial relevancia el amplio uso de la tecnología. Se produjo un incremento significativo de las transacciones automáticas (mediante algoritmos de negociación) y a través de plataformas electrónicas, tanto en los mercados de divisas como en los de derivados sobre tasas de interés.

Sin embargo, el monto nocional<sup>2</sup> negociado en mercados OTC se redujo (sobre todo en el caso de los derivados sobre tasas de interés y CDS<sup>3</sup>), pero no debido a una menor comercialización de estos instrumentos, sino como resultado del incremento de la compresión y la compensación de contratos<sup>4</sup>. Estas prácticas eliminan posiciones redundantes entre las partes participantes, con el objetivo de reducir los montos de cobros y pagos a realizar

---

<sup>1</sup>OTC – Over the Counter.

<sup>2</sup> Suma de los valores nominales absolutos de todos los contratos abiertos (firmados y no liquidados) en la fecha del reporte, incluyendo el valor de los subyacentes.

<sup>3</sup>Credit Default Swap – Swaps de Incumplimiento Crediticio

<sup>4</sup> La compresión fundamentalmente se produce a través de entidades centrales, pero también puede ocurrir entre agentes independientes.

y, con ello, el riesgo para las contrapartes. Debido a ello, los niveles de exposición se mantuvieron controlados a pesar del mayor uso de estos derivados.<sup>5</sup>

La tendencia de crecimiento se vio interrumpida una vez más en 2020. En diciembre de 2019 se inició la expansión de la Covid-19 por el mundo, aunque no fue hasta marzo de 2020 que se comenzó a apreciar lo que ésta significaría para la humanidad en todos los órdenes.

En el ámbito económico, sus consecuencias se tradujeron en una aguda caída de la producción, del comercio y de los flujos financieros. Asimismo, la pandemia tuvo efectos diversos en los precios de los bienes y servicios y los activos financieros, y como consecuencia, en los mercados donde éstos se negocian. Así, el mercado de derivados también sufrió su impacto, con determinadas características que se explican a continuación.

Aunque durante el primer trimestre de 2020 ya se empezaban a sentir las consecuencias de la Covid-19 en la economía y las finanzas, como se mencionó antes, su impacto aún no había sido muy relevante. Sin embargo, a partir de marzo este fue significativo y se comenzó a manifestar también en el mercado de derivados, tanto de manera directa como indirecta.

Por una parte, la caída de los precios de los productos básicos, de los índices bursátiles y del comercio; el aumento del costo del endeudamiento y de la inestabilidad de las principales divisas, tuvieron efectos sobre los mercados de valores y cambiarios, y por esa vía sobre el mercado de derivados.

Por otra parte, éste se vio afectado también de manera directa por la contracción de las inversiones, dada la restricción de la liquidez (debido a la disminución de las ganancias y el crédito) y la reducción del apetito por el riesgo de los inversionistas, aparejado a un incremento del costo de los contratos y de los márgenes de comercialización exigidos ante el aumento del riesgo, lo que acrecentó el costo de las operaciones. (Norton Rose Fulbright<sup>6</sup>, 2020)

Los márgenes o colaterales (iniciales y de mantenimiento) son exigencias que se les hacen a los clientes del mercado con posiciones cortas, ya sea en efectivo o en activos líquidos, con el objetivo de cubrir posibles pérdidas. En consecuencia, éstos suelen incrementarse en períodos de crisis o de mucha inestabilidad. (Gráfico 1.1)

---

<sup>5</sup>Para ampliar sobre el comportamiento del mercado de derivados en 2019, consultar (Molina, 2020).

<sup>6</sup>Compañía suiza de servicios legales globales, con oficinas en más de 50 ciudades del mundo.

El margen inicial es un monto conocido que se paga al comienzo de la operación, en función del monto de la misma, que puede ser más alto en circunstancias de riesgo. El margen de mantenimiento es la exigencia de mantener un colateral que respalde el valor de los activos objeto de transacción, el cual se evalúa diariamente.

En momentos de inestabilidad, puede implicar la demanda de colaterales no esperada por los clientes (en función de la variación diaria del valor de mercado de esos activos). Por tanto, si el mercado de los subyacentes no se estabiliza, las llamadas a margen se acumulan y pueden ocasionar problemas de flujo de efectivo no previstos (Gráfico 1.2), que si no se atienden en el periodo establecido (pocos días), da lugar al cierre de la posición. Incluso la contraparte tiene el derecho de terminar o cerrar todas las transacciones pendientes o abiertas, lo cual no solo puede afectar al inversionista sino al mercado del subyacente de que se trate (porque significa un aumento de la oferta del activo) y del de derivados.

Gráfico 1

### Incremento de márgenes e incumplimientos en las principales bolsas del mundo

- 1.1 Incremento de requerimientos de márgenes iniciales para contratos de futuros más negociados en las principales bolsas. 2020 (%)**
- 1.2 Monto promedio de incumplimientos en márgenes en las principales bolsas. Dic 2019-Mar 2020 (millones de dólares)**



Fuente: (FIA, 2020, p.3 y 5)

La pandemia incidió además en la capacidad de realizar y recibir pagos y entregas no solo relacionados con los márgenes, sino con el cumplimiento de los contratos, sobre todo en los momentos iniciales de la crisis. Los pagos o entregas relacionados con derivados tienen un período para hacerse efectivos. Esos períodos pueden extenderse o puede terminarse el acuerdo con determinadas ventajas cuando se declara “fuerza mayor”, debido a eventos que

están definidos por el ISDA (siglas en inglés de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados)<sup>7</sup> en su reglamentación de 2002.<sup>8</sup>

Sin embargo, un evento crediticio no contenido en esa definición no está cubierto, y en este caso, una pandemia no estaba incluida como un evento que pudiera calificar como “fuerza mayor”. Incluso, algunas contrapartes habían firmado acuerdos en base a la reglamentación del ISDA de 1992, que ni siquiera contenían esa cláusula.

A medida que la crisis se fue extendiendo, se fueron tomando medidas para asegurar la capacidad de cumplir con los pagos y entregas. Los reguladores y autoridades competentes decidieron flexibilizar los plazos de realización y recepción de pagos y entregas relacionados con estos contratos. Otra propuesta fue revisar el concepto de “evento de fuerza mayor” para considerarlo como una de las causas de incumplimiento de pagos susceptible de ser cubierta por los derivados crediticios. (Millington, 2020)

Otro efecto de la pandemia fue que los inversionistas se mostraron precavidos luego de su primer impacto, esperando las consecuencias de las acciones de los gobiernos sobre la economía en general y los mercados de los subyacentes en particular, así como ante la incertidumbre acerca de las decisiones que tomarían las autoridades respecto a estos mercados en particular.

Después de marzo y hasta junio, aparentemente se restableció la calma en los mercados financieros. Las políticas de los Bancos Centrales de inyección de liquidez (compras de activos) y la reducción de tasas de interés para reanimar la economía dieron confianza a los inversionistas, se comenzaron a tener esperanzas en el control de la enfermedad debido a los esfuerzos de investigación para la búsqueda de vacunas, se redujo el número de muertes por el virus, aunque seguía elevado el número de contagios.

No obstante, la situación de incertidumbre, incremento de costos y reducción de la liquidez, entre los principales factores influyentes, se reflejó en el mercado de derivados en una caída en los montos negociados en junio, tanto en bolsas como en mercados extrabursátiles.

En bolsas, los montos nominales negociados crecieron en el primer trimestre del año en cerca del 5% (respecto a diciembre de 2019), pero cayeron en junio (respecto a marzo) aproximadamente en 15% (Gráfico 2), y en cerca del 29% respecto a junio del año anterior<sup>9</sup>.

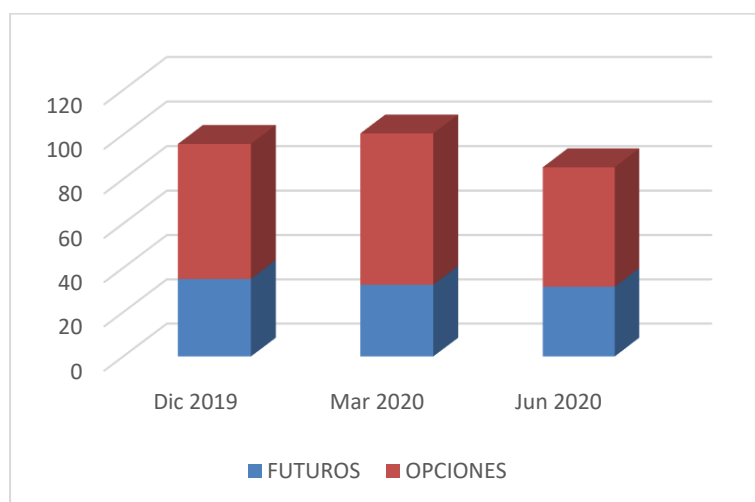
---

<sup>7</sup>Institución que se encarga de la regulación de este mercado.

<sup>8</sup>Para ampliar al respecto consultar (Molina, 2010).

<sup>9</sup> Según cálculo realizado por la autora en base a cifras de (BIS, 2020)

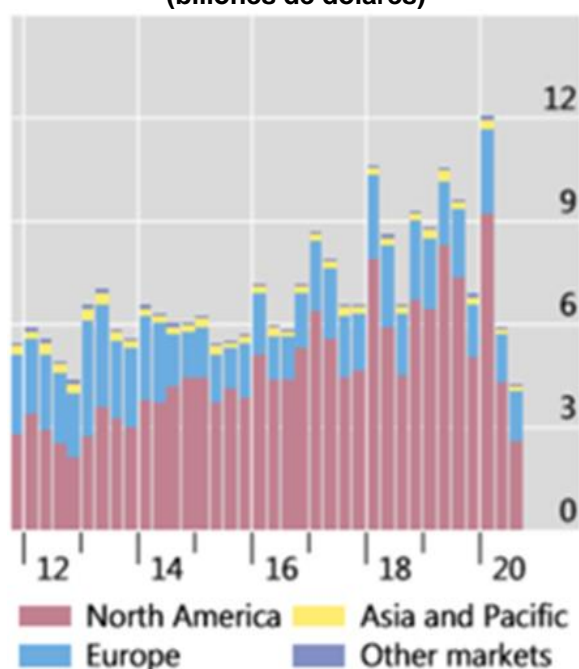
**Gráfico 2**  
**Derivados negociados en Bolsas. 2019-2020**  
**(montos nacionales, miles de millones de dólares)**



Fuente: Elaborado por la autora en base a datos del BIS, 2019 y 2020

Por tipo de riesgo, la caída más significativa en el promedio diario del volumen de transacciones realizadas en bolsas se produjo en los contratos de derivados sobre tasas de interés, como reflejo, sobre todo, de la restricción del crédito y la liquidez en el mercado financiero. Ello es válido para todas las regiones, pero en Estados Unidos el desplome fue más importante. (Gráfico 3)

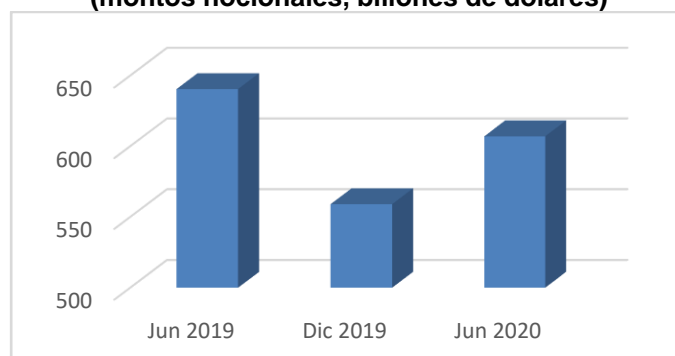
**Gráfico 3**  
**Valor promedio diario de las transacciones en bolsas**  
**de derivados sobre tasas de interés (según localización de las bolsas)**  
**(billones de dólares)**



Fuente: (BIS, 2020, A13)

Para los mercados OTC, no se dispone de las cifras de marzo, pero en junio los montos nominales negociados crecieron respecto a diciembre de 2019<sup>10</sup>, aunque se redujeron en 5% con relación al mismo mes de 2019. (Gráfico 4) En esa caída incidieron de manera importante las causas relacionadas con la pandemia, antes mencionadas.

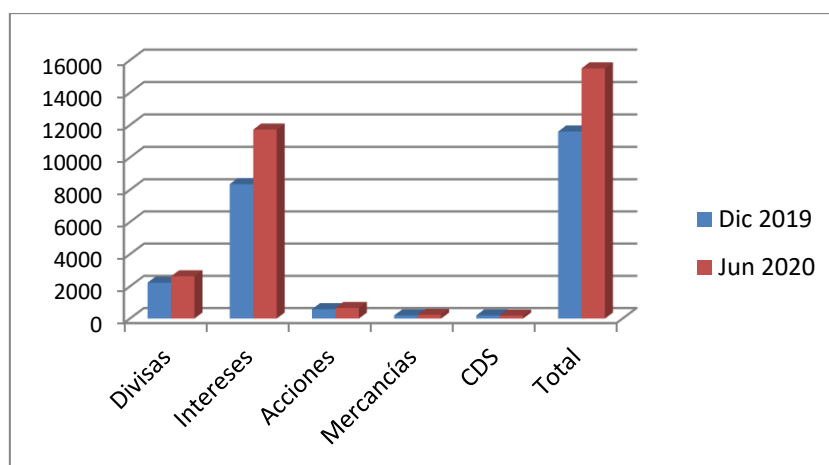
**Gráfico 4**  
**Derivados negociados en Mercados OTC. 2019-2020**  
**(montos nominales, billones de dólares)**



**Fuente:** Elaborado por la autora en base a datos del BIS, 2019 y 2020

El incremento del costo de los contratos se aprecia en el aumento de su valor bruto de mercado<sup>11</sup>. Como muestra el Gráfico 5, en junio de 2020 este fue superior al de diciembre de 2019 en todos los segmentos, y de manera significativa en los de intereses y de divisas, los más dinámicos del mercado<sup>12</sup>.

**Gráfico 5**  
**Valor Bruto de Mercado por segmentos del Mercado OTC**  
**Diciembre 2019 - Junio 2020 (miles de millones de dólares)**



**Fuente:** Elaborado por la autora en base a cifras de (BIS, 2021)

<sup>10</sup>La caída de diciembre de 2019, como se explicó anteriormente, en realidad estaba reflejando el incremento de la compresión y la compensación de contratos.

<sup>11</sup> Suma de los valores absolutos de los contratos abiertos evaluados al precio de mercado prevaleciente en la fecha de reporte, sin incluir el valor de los subyacentes.

<sup>12</sup>El valor de junio de 2020 también creció respecto al de junio de 2019. (BIS, 2021)

Por segmentos del mercado, los derivados OTC que resultaron más afectados de manera inmediata fueron aquellos que involucraban pagos calculados en base a precios de activos negociados en bolsas y plataformas similares (acciones y mercancías), debido a la alta volatilidad y la caída de los precios de estos activos. (Tabla 1) En particular, los derivados sobre acciones fueron el epicentro de la volatilidad en marzo y abril (Eurex, 2020), como reflejo de lo que ocurría en las principales bolsas de valores del mundo. (Gráfico 6)

**Gráfico 6**  
**Índices de los Mercados de Acciones. 2020 – Enero 2021**



Fuente: (BIS, 2021, p.2)

Posteriormente reaccionaron los derivados más relacionados con los riesgos de liquidez latentes, como los swaps. La incertidumbre acerca de lo que pasaría en los mercados financieros con las tasas de interés y las tasas de cambio, el deterioro en la calidad del crédito de algunos prestatarios, así como el incremento de la demanda de financiamiento a corto plazo en un momento en que se reducían las fuentes globales y crecía la exposición de compañías financieras y no financieras ante estos prestatarios, hizo que aumentara la demanda de estos instrumentos, en particular los swaps de tasas de interés y CDS. (Tabla 1)

**Tabla 1**  
**Comportamiento del mercado de derivados OTC por segmentos del mercado**  
**(Tasas de crecimiento - %)**

Segmento	Jun 2020/Jun 2019	Jun 2020/Dic 2019
Divisas	▼ 5%	▲ 2%
Intereses	▼ 5%	▲ 10%
Acciones	▼ 7%	▼ 6%
Mercancías	▼ 1%	▼ 1%
Crediticios	▲ 7%	▲ 11%
CDS	▲ 13%	▲ 16%
Total	▼ 5%	▲ 9%

**Fuente: Cálculos de la autora en base a datos de (BIS, 2021)**

El incremento de la demanda de estos instrumentos afectó, a su vez, la liquidez del mercado de swaps, lo que unido al incremento de riesgos, repercutió en un aumento posterior de las primas de estos contratos. Esto último incidió en una reducción del apetito por el riesgo y un incremento del uso de derivados con fines de protección. (ISDA, 2020)

Precisamente, en la tabla anterior se observa que los derivados que más crecieron fueron los crediticios, en particular los CDS, como muestra de la necesidad de los inversionistas de cubrir posibles pérdidas en un momento en que aumentan las quiebras de negocios, aunque no se descarta el uso especulativo de estos instrumentos, ya que siempre existen inversionistas menos aversos al riesgo y con grandes sumas de capital para invertir, aún en estas circunstancias.

En el segundo semestre del año volvió a crecer la incertidumbre debido al empeoramiento de la situación con el rebrote de la enfermedad y la aparición de nuevas cepas del virus, unido a la no disponibilidad real de las vacunas. Para la economía, se comenzaron a observar ciertos signos de recuperación debido a las políticas monetarias y otros estímulos fiscales implementados, aunque para todo el año, el largo período de enfrentamiento a la enfermedad tuvo un importante efecto contractivo.

Los mercados financieros, por su parte, respondieron con una dinámica diferente: se reanimaron las bolsas de valores (Gráfico 6) y se comenzó a recuperar el crédito y la inversión. De esta manera, aunque aún no están disponibles las cifras de diciembre de 2020 para el mercado de derivados, es de suponer que también se haya producido un repunte de su actividad en la segunda mitad del año.

## Perspectivas

El impacto final de la Covid-19 sobre el mercado de derivados está aún por determinarse, tanto desde el punto de vista de su influencia en el comportamiento del mercado como en su funcionamiento.

En cuanto al comportamiento, lo más esperado para 2021 es una excesiva volatilidad del mercado. Dos efectos adversos asociados a esta volatilidad, ya mencionados, pero que pueden presentarse de nuevo, podrían ser:

1. Incremento de los requerimientos de márgenes diarios. Algunas partes serán incapaces de responder a los llamados a márgenes por lo que muchos contratos de derivados resultarán terminados.
2. Incremento de terminación de contratos. Las partes que sean sujeto de terminación de contratos sufrirán deterioro financiero (reducción del valor de sus activos, deterioro de sus ratings crediticios, lo que puede ser causa de terminación de otros acuerdos).

En cuanto al impacto sobre el volumen de negociación podría pensarse que ocurrirá una ampliación del uso de estos instrumentos con fines de protección ante el aumento de los riesgos. Además, debe tenerse en cuenta que una parte significativa de las transacciones con derivados son de carácter especulativo y el incremento de la incertidumbre y la volatilidad incentivaría su uso por los inversionistas, los que, de hecho, han continuado incrementando sus inversiones financieras en el contexto de contracción de la producción y el comercio.

Por otra parte, pudiera producirse una contracción de los volúmenes negociados, si priman los inversionistas más precavidos o con menos recursos financieros disponibles, debido al incremento del precio de los contratos y los colaterales exigidos, o por haber obtenido menos ganancias. También incidiría en este sentido un incremento de la terminación de contratos. No obstante, es más probable que prevalezca la primera tendencia, es decir, un aumento de las transacciones y sus valores.

En el resultado final incidirá también el comportamiento de la economía: su capacidad de recuperación asociada a la efectividad de las medidas para detener o controlar la pandemia, el impacto de las acciones de los gobiernos para estimular la actividad económica, lo que ocurra en los mercados financieros en general, y las decisiones de las autoridades respecto a los mercados de derivados en particular.

En términos de funcionamiento, como se mencionó, desde el 2020 se comenzaron a considerar adecuaciones y flexibilizaciones de las regulaciones

para facilitar un manejo de riesgos más efectivo, en un intento de aliviar el impacto de la pandemia sobre los participantes.

Los reguladores y autoridades competentes están implementando medidas para asegurar un funcionamiento más ordenado del mercado financiero en general, lo que impactará en el de derivados. Por otra parte, los analistas y agentes participantes en el mercado de derivados continúan analizando las posibles consecuencias de esta crisis y valorando propuestas en un intento por reducir sus efectos negativos.

## **Conclusiones**

Los mercados de derivados, tanto las bolsas como los mercados fuera de bolsas, desde 2016 y hasta el primer trimestre de 2020, mostraron signos de recuperación, reflejando la evolución de la economía global, el comportamiento de sus principales segmentos (de tasas de interés y de divisas), así como el incremento del uso de los avances tecnológicos en las finanzas (la negociación automatizada y el uso de plataformas de negociación).

La llegada de la Covid-19 impactó en la economía a través de una aguda caída de la producción, del comercio, de los flujos financieros, y de los precios de los productos básicos y los activos financieros a principios de 2020. Como consecuencia, se afectó el mercado de derivados (por su efecto sobre los mercados de los subyacentes), pero también por sus implicaciones directas sobre este.

Sin embargo, el impacto de la Covid-19 sobre el mercado de derivados no ha sido homogéneo en bolsas y mercados OTC, ni en todos los segmentos que los conforman. En particular, en un primer momento resultaron más afectados los que involucraban pagos calculados en base a precios de activos negociados en bolsas y plataformas similares (acciones y mercancías) y los derivados crediticios. En un segundo momento, reaccionaron los más relacionados con los riesgos de liquidez, como los swaps.

De manera general, los mercados de derivados de derivados sufrieron la contracción de la liquidez y la reducción del apetito por el riesgo de los inversionistas, el incremento de los márgenes de comercialización y sus incumplimientos. También la situación impuesta por la pandemia influyó en la capacidad de realizar y recibir pagos y entregas relacionados con estos contratos. No obstante, los efectos sobre los volúmenes negociados no fueron tan significativos.

Se registró un descenso en los montos negociados en junio de 2020 respecto a igual mes de 2019, pero es de suponer (porque aún no se dispone de

información) que crecieron en el segundo semestre del año. El segmento que más creció fue el de derivados crediticios, en particular los CDS.

Lo más importante en términos de comportamiento del mercado parece ser la prevalencia de gran incertidumbre y volatilidad, que se mantiene en el presente año.

## Referencias Bibliográficas

- Bank for International Settlements (BIS) (2021). *Derivatives Statistics*, March, Basilea. Tomado de <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm>, el 08/03/2021
- \_\_\_\_\_ (2020). *Quarterly Review*, December. Tomado de [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2012.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2012.pdf), el 17/02/21.
- \_\_\_\_\_ (2019). *Quarterly Review, Statistical Bulletin*, December. Tomado de <https://www.bis.org/statistics/bulletin1912.htm>, el 03/03/2020.
- Eurex (Deutsche Börse Group) (2020). *Special Report. Derivatives markets after the Covid-19 crisis. A review of the Digital Derivatives Forum*. Tomado de <https://www.eurexchange.com/resource/blob/2071824/a017b0e305f48a4347fbb93008cf90b4/data/white-paper-a-review-of-the-digital-derivatives-forum.pdf>, el 17/02/21.
- Futures Industry Association (FIA) (July 21, 2020). *Impact of Covid-19 Pandemic on Derivatives Clearing*. Presentation to Commodity Futures Trading Commission (CFTC) Market Risk Advisory Committee. Tomado de [https://www.cftc.gov/media/4321/MRAC\\_FIA072120/download&ved=2ahUKEwj4j50jvJTvAhVBSTABHYWDA-IQFjAAeqQIAxAD&usq=AOvVaw0oSj4PJrAUuvD7Cq7XXZ\\_7](https://www.cftc.gov/media/4321/MRAC_FIA072120/download&ved=2ahUKEwj4j50jvJTvAhVBSTABHYWDA-IQFjAAeqQIAxAD&usq=AOvVaw0oSj4PJrAUuvD7Cq7XXZ_7), el 14/12/2020.
- ISDA (2020). *The Impact of COVID-19 and Government Intervention on Swaps Market Liquidity*, Q2 2020, Greenwich Associates. Tomado de <https://www.isda.org/a/YfbTE/The-Impact-of-COVID-19-on-Swaps-Market-Liquidity.pdf>, el 14/12/2020.
- Millington, E. (2020). *The impact of coronavirus (COVID-19) on OTC derivatives*, Lexis Nexis. Tomado de <https://www.lexisnexis.co.uk/blog/banking-and-finance/the-impact-of-coronavirus-%28covid-19%29-on-otc-derivatives>, el 28/04/2020.
- Molina, E. (2020). El mercado de derivados financieros en 2019, *Revista Cubana de Economía Internacional*, Vol 7, No.1, p.33-43, ISSN: 2408-9893. Disponible en <http://www.rcei.uh.cu/index.php/rcei>
- \_\_\_\_\_ (2010). *El mercado de derivados. Comportamiento tras la crisis financiera*. Informe de Investigación, CIEI (inédito).
- Norton Rose Fulbright (marzo 2020). *Coronavirus COVID-19: Issues for the OTC derivatives markets*, Aktuelle Publikation en, Alemania. Tomado de [https://www.nortonrosefulbright.com/-/media/files/nrf/nrfweb/knowledge-pdfs/22534\\_emea\\_coronaviruscovid-19-issues-for-the-otc-derivatives-markets.pdf?la=de-de&revision](https://www.nortonrosefulbright.com/-/media/files/nrf/nrfweb/knowledge-pdfs/22534_emea_coronaviruscovid-19-issues-for-the-otc-derivatives-markets.pdf?la=de-de&revision), el 28/04/2020.

**Declaración de intereses**

La autora declara que no existe conflicto de intereses.